

公正な買収の在り方に関する意見・情報の募集

～これまでの議論から見えてきた主な論点～

2023年2月
経済産業省経済産業政策局

公正な買収の在り方に関する研究会での議論に当たり、現在検討されている以下の主要な論点について、より広い視点から分析・検討を更に深めるため、経済産業省は、広く国内外の関係者から各論点に関する意見・情報の提供を募集します。

1. 買収一般に関する原則

- 買収一般に関する原則として、例えば以下のようなものが考え得るが、どういった原則を主要なものとして示すべきか。
 - －望ましい買収か否かは、企業価値を向上させるか否かを基準に判断されるべき。
 - －買収は、対象会社と買収者の双方による公正な手続を通じて行われることにより、一般株主が享受すべき利益が確保されるべき。
 - －買収が企業価値の向上に資するかどうかの判断においては、株主の意思が尊重されるべきであり、判断のために必要な情報が適時に提供されるべき。
 - －買収者と対象会社は、買収に関連する法令を遵守し、買収に関する手続の透明性を確保すべき。

2. 買収提案を巡る取締役・取締役会の行動

(1) 受領した買収提案の扱い

- 上場企業の経営陣（業務執行取締役・執行役員等）が自社に対する買収提案について検討する際には、企業価値の向上に資するかどうかという観点から、買収の是非を検討すべきではないか。
- その際には、「真摯な買収提案は真摯に検討する」ことを基本とした上で、経営陣が買収提案を受領した際にどう取り扱うかが論点となる。具体的な買収提案を受領した場合、経営陣として初期的な評価を行った上で取締役会に付議し、取締役会において真摯な提案かどうかを判断することが基本ではないか。
- 取締役会が真摯な買収提案でないと考える場合に、その理由を株主に対して丁寧に説明し、また、これを対外的に開示することについて、どのように考えるべきか。
- 取締役会は、真摯な買収提案と考える場合には、買収提案についての分析・評価及び買収者との交渉に関与するとともに、監督者としての役割を果たすべきではないか。

(2) 買収提案の検討・交渉

- 買収提案の検討・交渉に携わる経営陣が従うべき行為準則として、例えば以下のようなものが考えられるが、どうか。
 - － 検討・交渉を行う際には、買収条件の改善により当該買収提案が企業価値の向上及び一般株主が享受すべき利益の確保に資するものとなるよう、真摯に交渉しなければならない。
 - － 買収提案への対応について株主への説明責任を果たす必要性を意識し、買収提案の内容、買収後の経営方針、買収者の経営能力・属性・資力等について真摯に検討・評価しなければならない。
 - － 真摯な買収提案が複数寄せられた場合、それらの買収提案に対し、公正性を確保しつつ対応しなければならない。
 - － 社外取締役を含め、適切な情報管理を行わなければならぬ。
- 特にデューデリジェンスについては、企業内部の非公開情報を提供して行うものであり、どのような場合にどのような範囲で認めるべきか。
- 複数の買収提案のうち、企業価値をより向上させる提案と一般株主が享受する利益の確保により資する提案とが異なる場合、対象会社としてはどのように判断し、行動すべきか。

(3) 取締役会の役割と特別委員会による補完

- 会社が買収提案を複数受けた場合やキャッシュ・アウトの提案を受けた場合等には、取引の公正性を確保することが重要となる。特に取締役会の構成が社外取締役を主とするものでない会社においては、取締役会の独立性を補完し、取引の公正性を確保するために、買収の当事者（買収者及び経営陣）から独立した特別委員会を設置することも有益と考えられるのではないか。この観点からは、取締役会の独立性を高めることや買収の当事者から独立した特別委員会の判断を尊重することは、平時において、また有事の際の対抗措置の発動の場面で、どのように評価されるべきか。
- その他にも、買収提案に対応する際に、取締役会の機動性、専門性を補完する観点から、特別委員会を設置することが有益な場合もあるのではないか。その際、その規模・構成はどうあるべきか。

3. 買収に関する透明性の向上

(1) 対象会社による情報開示

- 具体的かつ真摯な買収提案を受けた場合、これに対して取締役会や社外取締役がどのように対応したのかについて株主が評価できるよう、対象会社として何らかの情報開示を適切なタイミングで行うことについてどのように考えるべきか。
- 特に、個々の社外取締役の機能発揮状況が分かる情報開示について必要と考えるかどうか。

(2) 買収者による情報提供・情報開示

- 対象会社やその株主にとって必要な情報の提供を確保する観点から、買収しようとする者においても、例えば以下のような情報提供・情報開示をすることが考えられるが、どうか。
 - －買収が対象会社の一般株主やステークホルダーに与える影響、その他企業価値に及ぼす影響に関する情報を開示すべき。
 - －買収提案をした場合はもとより、現に買収提案をしていない状況においても、対象会社が買収の可能性を認識し、対話のため事実確認をしようとした場合には、株主は実質株主や協調行為をとる者等（共同保有者の定義に限らない）の事実確認に応じるべき。
 - －買収をしようとする者が、公開買付けに先立って株式の取得を進める場合には、株式取得の目的が支配権の取得にある旨を市場に適時に周知すべき。
 - －特に、公開買付けの実施を予告する場合には、買収のために要する資力等につき合理的な根拠を有した上で、公開買付けを実施する条件など市場の判断に資する情報を開示すべき（合理的な期間内に公開買付けを開始できない場合には、原則として、実施予告を取り下げるべきか）。
- 上記のうち、実質株主の確認については、現時点で買収を企図しているとはいえない者についても、一定の要件に該当する場合には、広く実質株主であることの確認に応じるべきという考え方もあり得るが、どう考えるか。

4. 株主の意思決定を歪める行為の防止

- 株主の意思決定を歪める行為を防ぐ観点から従うべき行為準則として、例えば以下のようなものが考えられるが、どうか。
 - －強圧的二段階買収等の構造的な強圧性を有する買収手法を行わない
 - －金品・財物等の交付による委任状勧誘等を行わない
 - －株主の合理的な判断に資する積極的な情報提供を行うこととし、不正確な情報開示や株主を誤導するような情報開示は行わない
 - －取引先株主等への優越的な地位に乘じた働きかけなど、株主の合理的な意思決定を歪め、その利益を損なうような働きかけを行わない

5. 買収防衛策の在り方

(1) 企業価値を高める買収を阻害しないための考え方

- 企業価値を高める買収を阻害しない観点からは、株主が適切な判断をするために必要な情報や判断の機会を提供すること（インフォームドジャッジメント）や、経営の支配権を取得しようとする買収者にとって、どうすれば買収防衛策の発動や発動による不利益を回避できるかが明らかであることが重要ではないか。
- また、この観点から、対抗措置の設計や運用について、どのようなプラクティスが望ましいと考えるか。

(2) 有事導入型買収防衛策についての考え方

- 市場における関係者の予見可能性を確保することが有益であり、これまで買収防衛指針で対象としていなかった有事導入型買収防衛策についても、その在り方を示すべきではないか。
- 特に有事導入型においては、基本的には、株主意思を確認することにより、対抗措置の必要性が推認されやすくなると考えられ、少なくとも事後的に対抗措置の発動に関して株主の意思を問うことが合理的ではないか。他方、緊急性の高い場合や企業価値をき損することが明らかな場合等における例外やこれらを踏まえた留意点について、どのように考えるか。
- 市場内における急速な買付けの影響を排除する等の観点から、買収者及び経営陣を除いた株主の意思を確認すること（いわゆるMOM決議）が合理的な場合もあるとも考えられるが、どうか。
- 機関投資家や議決権行使助言会社は、買収防衛策の是非につき議決権の行使やその助言をする場合には、基準をもって形式的に判断するのではなく、スチュワードシップ・コードに則り、投資先企業の状況や当該企業との対話の内容、買収者による買収後の経営方針等を踏まえた上で、議案に対する賛否を判断すべきではないか。

(3) 買収防衛策の平時からの導入に関する考え方

- 企業価値を高める買収かどうかを株主が情報を得た上で判断するための仕組みとして、これまで経済産業省では企業が平時から事前警告型買収防衛策を導入することについて指針等を示してきたが、改めてその在り方についてどのように考えるか。
- 現状では、多くの機関投資家が平時における買収防衛策の導入議案について、企業価値の長期低迷や望ましい買収を阻害するおそれ等を理由に反対しているが、買収防衛策の設計において一般的に望ましくない点があるとすると、どういった点か。例えば、防衛策導入の理由、社外取締役の比率、買収手法の態様、発動時の株主総会決議の有無、発動要件の定め方等により賛成・反対の立場がどの程度異なりうるか。
- 特に、①平時導入型のものでも発動時に株主総会決議を経ることが担保されており、有事において株主意思を確認する仕組みが確保されているものや、②一定の交渉時間の確保のみを目的に設計するなど裁量性を排除したものについては、機関投資家の見方は変わり得るか。

6. 関連用語の呼称

- 経営陣が同意していない状況でされる買収提案について、交渉の結果として友好的な取引になり得ることや、(敵対的買収という用語よりも) 価値中立的な表現がふさわしいとも思われるなどを踏まえ、どのような用語を用いるべきか。
- 買収防衛策については、いわゆる事前警告型のものや有事導入型の一定のものについて、ルールの遵守を求めるための交渉ツールという目的のみで用いられる場合に

は、必ずしも「防衛」という字義に即さない場合もあるが、どのように呼称するこ
とが適切か。

以上